

The image shows a large, modern building with a glass and metal facade. The KPMG logo is prominently displayed on the upper part of the building, rendered in large, blue, three-dimensional letters. The sky is clear and blue.The KPMG logo consists of the letters 'KPMG' in a bold, sans-serif font, with a stylized grid pattern behind the letters.

cutting through complexity

KPMG FAS Newsletter

～特別編集号～

海外のグローバルコンプライアンス戦略

企業価値最大化のための戦略的事業ポートフォリオの構築

ジョイント・ベンチャーを成功に導く留意点

2015年1月

企業価値最大化のための戦略的事業ポートフォリオの構築

パートナー 中西 宏

日本企業における戦略的事業ポートフォリオの構築のための課題として、①あいまいな事業ドメインの設定、②不十分な経営管理システム、③非合理的なマネジメントレベルでの意思決定プロセス、④トップマネジメントに対するガバナンスとインセンティブといった点が考えられますが、特に②と④は、早急に解決しなければならない課題です。

事業別の損益管理に加え、投下資本についても事業別に把握し、投資収益の代表的な評価指標である Economic Profit (経済利益、以下、「EP」という)を事業別にモニターする経営管理システムを構築することで、トップマネジメントの意思決定をサポートすること、および、企業価値最大化に向けて、トップマネジメントが積極的にリスクを取って意思決定することを促進するようなインセンティブ制度とガバナンス体制を設計することが、企業価値最大化のための戦略的事業ポートフォリオの構築を進める上での重要な前提条件と言えます。



なかにし ひろし
中西 宏

パートナー

1991年にアーサーアンダーセン東京事務所に入所し、主に米国SEC上場企業の会計監査を担当する。1994年よりアーサーアンダーセンロンドン事務所にて主に日系企業の会計監査を担当し、1997年の帰国後より、あずさ監査法人においてM&A関連業務に本格的に関与する。2007年7月よりKPMG FASに移籍し、製造業、小売業、外食、通信、ホテル、ファッションブランドなど、デューデリジェンスを中心として、さまざまな業種のM&A関連業務に従事している。
公認会計士。

【ポイント】

- 「どの事業に優先的に経営資源を配分するか」だけでなく、「どの事業に投資をすれば企業価値が向上するか」という観点も合わせて事業ポートフォリオを構築する必要がある。
- EPを事業別に把握するための経営管理システムに加え、トップマネジメントによるリスクテイクを後押しするようなインセンティブ制度とガバナンス体制を構築することが必要である。

I 事業ポートフォリオマネジメントとは

一般的に、事業ポートフォリオマネジメントとは、自社が展開する複数の事業群の構成を最適化することにより、事業群全体としての収益性を改善し、企業価値の最大化をめざす経営管理手法です。「企業価値の最大化」という最終目的の観点からは、各事業のキャッシュ創出力、必要投資額および事業リスクの3点を検討し、「経営資源の適正配分」と「投資効率の向上」の2つを同時に達成することが志向されます。

1. 事業ポートフォリオマネジメントにまつわる一般論

(1)事業ドメインの決定

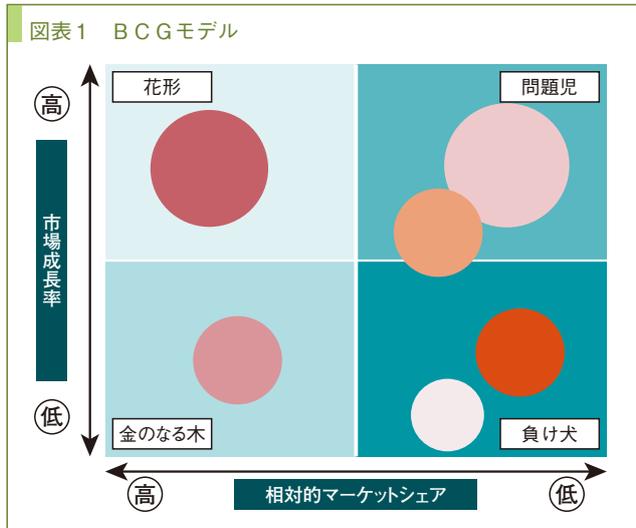
事業ポートフォリオマネジメントの出発点として、まず最初に、自社はどの領域で事業を行うのか、すなわち事業ドメインを決定する必要があります。「提供する製品やサービス」、「顧客ターゲット」、「保有する技術やノウハウ」あるいは「提供する機能・価値」といった観点から、企業として活動すべき事業ドメインを定義することが一般的ですが、自社のコア・コンピタンスに裏打ちされたものであることが重要といえます。

(2)資源配分の決定

次に、それぞれの事業ドメインに対する経営資源の配分に係る優先順位を決定します。この際によく利用されるツールとして、「BCGモデル」と「GEモデル」が有名です。

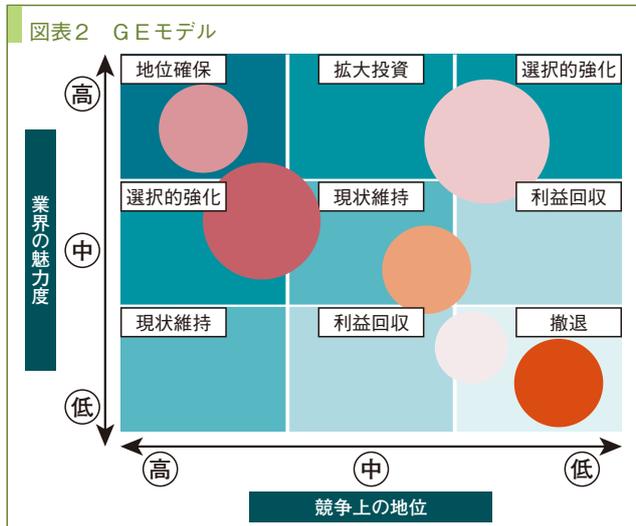
①BCGモデル

1970年代に、ボストン・コンサルティング・グループが提唱したモデルです。このモデルでは、「市場成長率（＝資金投下の必要性）」と「相対的マーケットシェア（＝キャッシュ創出力）」を軸とし、円の大きさを売上高として、自社が展開する複数の事業ドメインをマッピングし、それぞれに対する経営資源の配分を戦略的に決定するためのツールとして利用します。「市場成長率」、「マーケットシェア」、「売上高」といった、比較的計測しやすい定量データを基礎とするモデルであるため、客観的でわかりやすい反面、各事業ドメインに関する定性的な特徴が反映されないという欠点が指摘されています。



②GEモデル

これに対し、ゼネラル・エレクトリック社とマッキンゼー&カンパニー社が開発したモデルでは、各事業ドメインを「業界の魅力度」と「競争上の地位」を軸として、それぞれを3段階で評価することで、各事業に対する経営資源の配分方針を決定していきます。GEモデルでは、「業界の魅力度」や「競争上の地位」といった、BCGモデルでは考慮されなかった各事業の定性的な特徴を反映したうえで、経営資源の配分を決定することができます。

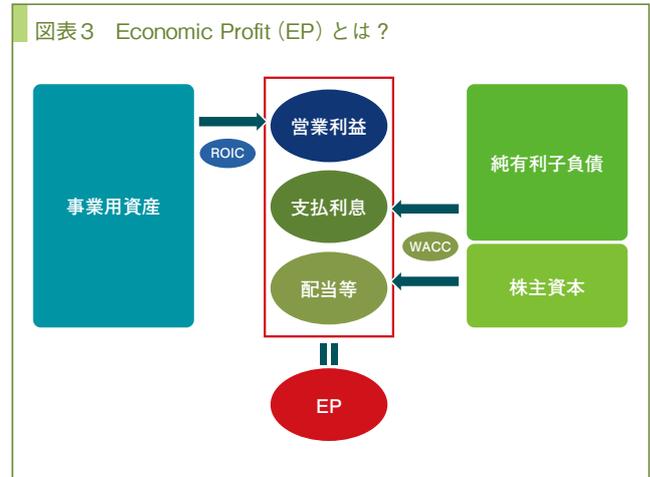


2. 企業価値向上のための事業ポートフォリオマネジメント

前述したBCGモデルやGEモデル（あるいはその他モデル）といったツールを利用することで、「どの事業ドメインに対して優先的に資金を投下するか（あるいは投資を引き揚げるか）」という課題は解決されますが、一方で、その投資が「企業価値の向上につながるか」という課題は解決されません。すなわち、「各事業ドメインに対していくら投資しているのか」、「各事業ドメインからどれだけのキャッシュが創出されているのか」、および「投資額に対するキャッシュリターンは株主の期待を超えているか」といった観点から、各事業ドメインを定量的に評価することが必要となります。

(1)EP の概念

EPとは、税引後営業利益から、株主配当などの資本コストを差し引いた利益として定義されます。すなわち、「事業資金を提供する投資家が期待する投資利回り以上の税引後利益を獲得しているかどうか」を示す指標であり、EPのプラスが大きいほど企業価値の向上に貢献している事業と評価されます。逆に、EPがマイナスの場合は企業価値を破壊している事業と評価されます。



(2)企業価値向上のための投資意思決定

企業価値を向上させていくためには、EPが最大化されるように経営資源を配分することが必要です。特にEPがマイナスの事業については、EPをプラスに転換させるような追加投資を行うのか、あるいは既存の投資を引き揚げて、より多くのEPが見込まれる事業へ投資するための原資とするのかについての意思決定が必要となります。

図表4 EPによる投資意思決定の例

例えば…	EP	投資の考え方
A事業：金のなる木	++	維持・更新投資
B事業：花形	+	拡大投資
C事業：負け犬	--	撤退
D事業：問題児	-	競争力強化投資
E事業：問題児	+ -	M&Aによる売却

全社戦略の観点から特定された事業ドメインにおいて、より多くのEPを創出するために、限られた経営資源の配分に関する意思決定を行うこと、かつ、そのために必要な事業資金を調達することがマネジメントの役割であり、これらの活動の蓄積によって、継続的に価値を生み出す企業となることが可能となると言えます。

II なぜ教科書どおりにいかないのか

Iで述べたような事業ポートフォリオマネジメントに関する考え方は、すでに何十年前から議論され、その有効性及び具体的な成功事例については多くのトップマネジメントに理解されているところであり、M&A等を通じてより積極的な経営資源の配分が行われるようになっていきます。その一方で、多くのトップマネジメントが、自社の取り組みが株価に十分に反映されない傾向に悩んでいるように思われます。1990年代のバブル崩壊以降、日本企業の企業価値が長期間にわたり低迷しているのはなぜでしょうか。以下では、多分に私見を交えながら考察してみたいと思います。

1. 事業ドメインの定義があいまいなのではないか

事業ポートフォリオマネジメントは事業ドメインの定義から始まると述べましたが、この事業ドメインがあいまいなまま設定されていたのでは、効果的なポートフォリオマネジメントは期待できません。事業ドメインは、競合他社には真似のできない自社ならではの能力(=コア・コンピタンス)に裏打ちされたものとして設定される必要がありますが、特に日本企業では、総花経営とも言われるように、コア・コンピタンスと直接的な関連性のない領域まで事業ドメインに含まれている傾向があるように思います。

一方で、事業ドメインをあまりに限定的(硬直的)に設定することにも問題があります。特に、顧客ニーズが短期間で変化する成熟市場において、「提供する製品やサービス」を軸とする事業ドメインを設定してしまうと、長期的観点からの投資は失敗する可能性が極めて高くなります。

ただ残念ながら、事業ドメインの定義が正しかったかどうかは事後にしか検証できないのが実情です。これまでも、事業ドメイン設定の巧拙による成功例や失敗例が多くの経営書で紹介されてきましたが、トップマネジメントをリアルタイムでサポートするものではありません。現実的には、トップマネジメントのセンスとリーダーシップによることとなりますが、そのうえで重要なことは、各事業ドメインにおいて自社が成功しているのか、失敗しているのかを、客観的かつ継続的に把握し、経営資源の配分に関する適切な意思決定をサポートするためのマネジメント体制を構築することではないかと考えます。

2. 事業別の収益性と資本コストが客観的に把握されていないのではないか

前項において、各事業ドメインにおける成功あるいは失敗を、継続的かつ客観的に把握することが重要と述べました。企業価値の向上が事業ポートフォリオマネジメントの目的であれば、各事業ドメインにおいて、どれだけのEP(資本コスト控除後の税引後営業利益)が発生しているのかが把握されていなければなりません。

管理会計システムにより、営業利益については事業別に把握されていることが一般的ですが、投資額(すなわちバランスシート)と資本コストも含めて、統合されたシステムによって事業別に管理されていることは稀ではないでしょうか。主要設備等の長期性事業資産については事業別の区分が比較的容易である一方、売掛金や買掛金といった運転資本を含む流動項目を事業別に区分することは、実務的には困難なケースが多くあります。また、グローバル展開している企業(あるいは事業)については、海外拠点も含めた連結ベースでの投下資本と収益性の双方が事業別に把握されていなければなりません。親会社単体レベルでは、事業別の投資採算を継続的にモニタリングしているケースは見受けられるものの、海外拠点等も含めた連結ベースでモニタリングしているケースは、非常に大規模かつ複雑な管理会計システムを構築しなければならないことから、必ずしも多く見受けられるわけではありません。

一方で、上記のような課題を、持株会社化によってクリアしようとする動きもあります。一口に持株会社といっても、現実的にはいろいろな形態がありますが、純粋持株会社の傘下に事業子会社を設立し、それぞれの事業に必要な経営資源のすべてを会社組織単位で帰属させることで、複雑な管理会計システムを構築することなく、一般的な財務会計の範囲内で、各事業と収益および投下資本との関係をより直接的に把握することが可能になります。特に、M&Aによる事業の多角化やノンコア事業の整理を志向する場合には、M&Aのプロセスが単純化され、よりスピーディーなM&A戦略の実行が可能となるという効果も期待できます。

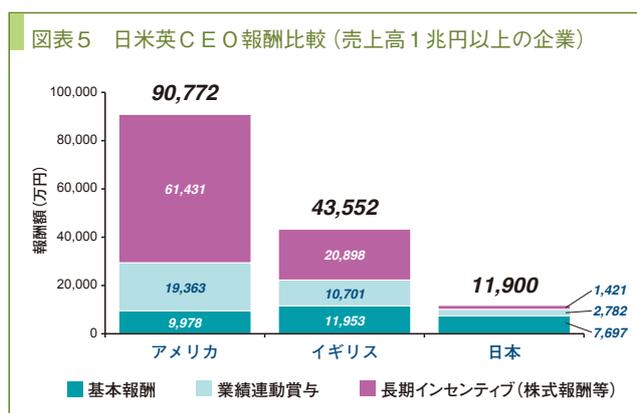
3. マネジメントレベルでの意思決定システムは効果的か

企業における最終意思決定責任者は、「社長」や「CEO」というタイトルを持つ個人であることは当然ですが、その一方で、自分の思いどおりに経営上の意思決定を行えていると感じている日本企業の「社長」や「CEO」は、それほど多くはないのではないかと推察します。前任の社長が始めた事業や買収を判断したグループ企業が不採算となっても、その前任者が会長や相談役として社内に残っていると、不採算事業からの撤退や事業売却といった意思決定をタイムリーにできないという話はよく聞かれます。

近年では、多くの経営者が、株主向けのメッセージとして「ROE（自己資本利益率）重視の経営」を標榜するようになっていますが、具体的な意思決定の場面では、社内の論理や人間関係といった非経済的あるいは非合理的な論理が優先されることが往々にしてあるのではないのでしょうか。

4. トップマネジメントに対するインセンティブとガバナンスの仕組みは効果的か

以下に示すのは、日本、アメリカおよびイギリスにおいて、売上高が1兆円を超える企業のCEOの年間報酬を比較したグラフ（タワーズワトソン調べ）です。日本の名だたる大企業の最高経営責任者の報酬は、米国における同等の企業の8分の1、イギリス企業との比較においても4分の1という水準にあることがわかります。また絶対額以上に、業績連動ボーナスや株式報酬等を中心とした、企業の利益や株価のパフォーマンスに連動した報酬部分が少なく、これらと関連しない固定報酬の割合が全体の報酬額の6割以上を構成している点は注目に値します。



日本企業では、これまで外部からトップマネジメントを招聘することはほとんどなく、企業内部の人材から昇格したトップマネジメントは、仲間である一般従業員との連帯感を重視する傾向があり、一部のトップマネジメントだけが高額な報酬を得ることに対して、心理的抵抗を感じることで、このような状況を生み出しているひとつの要因と考えられます。

一方で、特にアメリカを中心とした大企業では、広範囲な業

務執行権を与えられたCEOが、M&A等を通じて、新たな経営資源の獲得やダイナミックな事業の入れ替えを行い、会社の業績を上げ、企業価値を向上させる（＝株価を上げる）ことで高額報酬を手にするというインセンティブシステムが一般的に構築されています。日本企業においても、オーナー経営者のように、自らの意思決定が保有株式の評価に直結するような仕組みのある企業では、M&A等のリスクを伴う経営上の意思決定についても、大胆かつスピーディーに実施しているように見受けられます。

一部の限られたトップマネジメントだけが高額な報酬を手にすることに對して多くの批判があることも事実ですが、企業価値向上の観点から、トップマネジメントがリスクをとって大胆な意思決定を行うことを間接的にサポートするようなインセンティブ構造を検討する必要があるのではないかと考えます。もちろん、その大前提として、社外取締役等を積極的に登用し、トップマネジメントの人事権や報酬決定権を与えるなど、トップマネジメントに対するガバナンス体制を強化することが、あわせて必要であることは言うまでもありません

III おわりに

事業ポートフォリオマネジメントについて、「企業価値の最大化」という観点から考察してみましたが、もちろん、企業の目的は「企業価値の最大化」だけではないという意見も少なからずあると思います。一方で、上場企業に対するガバナンス強化の必要性が議論される中、これまで以上にROE等の株主価値に直結する指標を重視した経営を目指す企業が増えていることも事実です。このような取り組みに対してより実効性を持たせるべく、企業内部のマネジメントシステムについても再考する余地があるのではないのでしょうか。

お問合せ先

株式会社 KPMG FAS

〒100-0005

東京都千代田区丸の内1-8-1

丸の内トラストタワーN館

TEL: 03-5218-8600

E-mail: fasmktg@jp.kpmg.com

www.kpmg.com/jp

ここに記載されている情報はあくまで一般的なものであり、特定の個人や組織が置かれている状況に対応するものではありません。私たちは、的確な情報をタイムリーに提供するよう努めておりますが、情報を受け取られた時点及びそれ以降においての正確さは保証の限りではありません。何らかの行動を取られる場合は、ここにある情報のみを根拠とせず、プロフェッショナルが特定の状況を綿密に調査した上で提案する適切なアドバイスをもとにご判断ください。

© 2015 KPMG FAS Co., Ltd., a company established under the Japan Company Law and a member firm of the KPMG network of independent member firms affiliated with KPMG International Cooperative ("KPMG International"), a Swiss entity. All rights reserved.

The KPMG name, logo and 'cutting through complexity' are registered trademarks or trademarks of KPMG International.